



## 两广医药分销龙头，零售药房持续释能

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 国企改革深化，国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，国药系资源赋能，整体经营质量提升。2) 公司批发业务在两广地区27个地市级以上城市实现医院直销市场排名前三，覆盖率有望持续提升。3) 国大药房有望通过“并购+自建+加盟”的方式提速扩张，加速调整品类结构，未来盈利能力提升可期。
- 国企改革深化，国药系资源持续赋能，净利率有望持续提升。** 国资委提出“一利五率”经营指标和“一增一稳四提升”总体目标，促进整体经营质量提升，未来有望推进中长期激励，激活企业活力。国药系资源支持下，公司的批零一体化业务具有显著资源优势、采购运营成本优势等。2022年毛利率实现12.2%，远高于行业平均的9.5%。资金与回款指标方面优于同业均值，截至2023Q1，资产负债率为58.5%，应收账款/营业收入比率为18.7%，应收应付剪刀差天数为25.8天，财务费率为0.2%。
- 批发业务：持续推进“一体两翼、批零一体”战略规划，降本增收构筑竞争壁垒。** 2022年批发业务营业收入实现500.3亿元(+5.5%)，2017-2022年批发业务营业收入的CAGR为8.3%。基于现有两广地区的供应链网络，公司近年来积极实施科技赋能内部运营，实现物流系统智能化与供应链信息流转数字化，降低内部运营成本，同时凭借进口与消费等高毛利品种开拓、SPD与三方物流等创新项目发力增收，降本增收双管齐下建立两广区域竞争壁垒。
- 零售业务：“内生+外延”加快药店布局，新零售业态开辟新增收渠道。** 国大药房通过直营与加盟方式，从2017年的3834家门店增长至2022年的9313家门店，2018-2022年门店数量CAGR为19.4%。截至2022年末，直营药店共7730家，其中具备医保资质的药店占比92%，双通道药店309家。通过打通“医+药+险”的闭环业务模式、对接互联网医院、打造智慧型专业药房、电商零售业务等新零售策略，实现零售业务朝数字化、现代化方向发展。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2023-2025年归母净利润分别为17.5/20.8/24.2亿元，对应增速分别为18%/18.7%/16.3%，对应EPS分别为3.2/3.7/4.4元，对应PE分别为11/9/8倍。我们采用相对估值法，给予公司2024年13倍估值，对应目标价48.62元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 集采降价风险；门店扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	73443.14	82127.69	94823.14	106784.62
增长率	7.44%	11.82%	15.46%	12.61%
归属母公司净利润(百万元)	1486.71	1753.87	2082.14	2420.73
增长率	11.24%	17.97%	18.72%	16.26%
每股收益EPS(元)	2.67	3.15	3.74	4.35
净资产收益率ROE	9.11%	9.81%	10.48%	11.12%
PE	13	11	9	8
PB	1.19	1.09	1.00	0.90

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.57
流通A股(亿股)	4.78
52周内股价区间(元)	28.4-65.0
总市值(亿元)	176.43
总资产(亿元)	478.85
每股净资产(元)	38.51

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国药一致：国药系两广龙头医药流通企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 国药一致：两广分销网络持续布局，零售转型加速全国扩张.....	1
1.2 股权结构：股权结构集中且稳定.....	2
1.3 业绩表现：业绩持续稳定增长，资金指标表现优秀.....	3
<b>2 批发业务：两广业务稳定增长，降本增收构筑竞争壁垒</b> .....	<b>7</b>
2.1 行业格局趋于稳定，两广批发网络持续布局.....	7
2.2 物流供应链升级助力降本，“品类开拓+创新项目”发力增收.....	8
<b>3 零售业务：“内生+外延”加快药店布局，新零售业态开辟新增收渠道</b> .....	<b>10</b>
3.1 药店全国稳步扩张，医保资质药房占比逐步提升.....	10
3.2 国药体系赋能国大药房，新零售策略打造现代零售.....	12
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
<b>5 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 国药一致历史沿革情况.....	1
图 2: 国药一致股权结构图 (截至 2023Q1) .....	2
图 3: 2017-2023Q1 营业收入及增速.....	4
图 4: 2017-2023Q1 扣非归母净利润及增速.....	4
图 5: 2016-2022 年各板块营业收入情况.....	4
图 6: 2016-2022 年各板块毛利率情况.....	4
图 7: 2017-2022 年各产品营业收入情况.....	5
图 8: 2017-2022 年药品毛利率情况.....	5
图 9: 2017-2022 年各产品收入占比情况.....	5
图 10: 2017-2022 年各产品收入增速情况.....	5
图 11: 2018-2023Q1 公司期间费用率.....	5
图 12: 2022 年医药流通同业费用率对比.....	5
图 13: 2012-2023Q1 公司净利率及毛利率.....	6
图 14: 2022 年医药流通同业利润率对比.....	6
图 15: 2018-2023Q1 经营活动产生的现金流量.....	6
图 16: 2017-2023Q1 资产负债率同业对比.....	6
图 17: 2017-2022 年应收账款/营业收入比率同业比较.....	7
图 18: 2018-2023Q1 应收应付剪刀差天数同业对比 (天) .....	7
图 19: 2010-2021 年中国医药流通行业市场规模.....	7
图 20: 2016-2022 年国药一致批发业务营业收入.....	7
图 21: 国药一致两广区域分销网络布局 (截至 2022 年末) .....	8
图 22: 国药一致两广地区物流网络.....	9
图 23: 仓库物资流转自动化.....	9
图 24: 物流仓库指标数字化监控.....	9
图 25: 2018-2022 年器械、诊断试剂品种营业收入.....	10
图 26: 2018-2022 年仪器设备、其它品种营业收入.....	10
图 27: 2017-2022 年国药一致药房门店数 (家) .....	11
图 28: 2022 年零售板块占总收入占比同业对比.....	11
图 29: 2018-2022 年直营零售药房销售收入及客单价情况.....	12
图 30: 2019-2022 年具有医保资质零售药房数量 (家) 及占比情况.....	12
图 31: 国药一致全国物流网络 (依托于国药控股) .....	13
图 32: 国大药房零售业务创新模式.....	14
图 33: 国大药房线下自动诊疗服务终端.....	14

## 表 目 录

表 1: 国药一致高管团队.....	3
表 2: 国药一致零售药店各区域数量与收入情况.....	11
表 3: 公司各项业务盈利预测 (单位: 亿元).....	14
表 4: 同业可比公司估值表 (截至 2023 年 8 月 26 日).....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

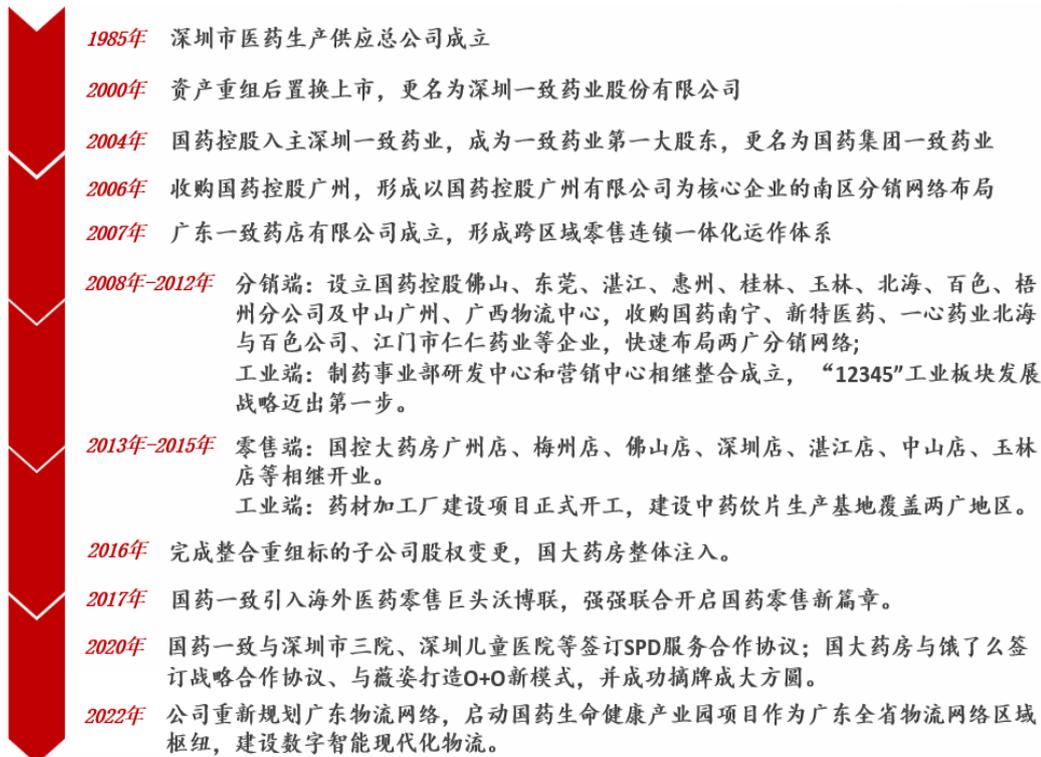
# 1 国药一致：国药系两广龙头医药流通企业

## 1.1 国药一致：两广分销网络持续布局，零售转型加速全国扩张

国药集团一致药业股份有限公司是中国医药集团有限公司、国药控股股份有限公司旗下的医药流通商业企业。主营业务涉及医药分销、医药零售及工业投资三大板块。医药分销业务集中于两广地区，下属的 50 家商业分销子公司形成了成熟的商业网络与物流系统，2022 年分销销售规模超 500 亿；医药零售以“国大药房”医药健康零售品牌在全国 20 个省、自治区、直辖市建立药店门店达 9313 家，2022 年国大药房销售规模超 200 亿；工业投资方面，主要参股工业企业国药致君深圳制药有限公司、国药致君深圳坪山制药有限公司、深圳致君医药贸易有限公司、深圳万乐药业有限公司，覆盖抗肿瘤、抗感染、呼吸系统用药及中成药等药品的研发、生产与销售，2022 年工业投资板块销售规模超 29 亿。

国药一致前身是 1985 年成立的深圳市医药生产供应总公司，以医药物资供销业务为主。2000 年经深圳市政府进行资产重组后置换上市，更名为深圳一致药业。2004 年经国药控股收购，2006-2012 年通过国药系两广地域整合与参股控股优秀制药工业公司，逐步建立了国药一致以两广地区医药分销+工业研发为主营业务的业务基础。2013 年后大力开展零售业务，2016 年国大药房整体注入，主营业务由“批发+工业”转型为“批发+零售”，国控大药房数量每年递增，药店总数从 2016 年的近 3500 家增长至 2022 年的 9313 家。近年来采取分销网络并购扩张、供应商渠道合作、物流数字化建设、互联网电商开拓、SPD 项目医院赋能等措施，向着领先的国际化医药健康服务平台迈进。

图 1：国药一致历史沿革情况



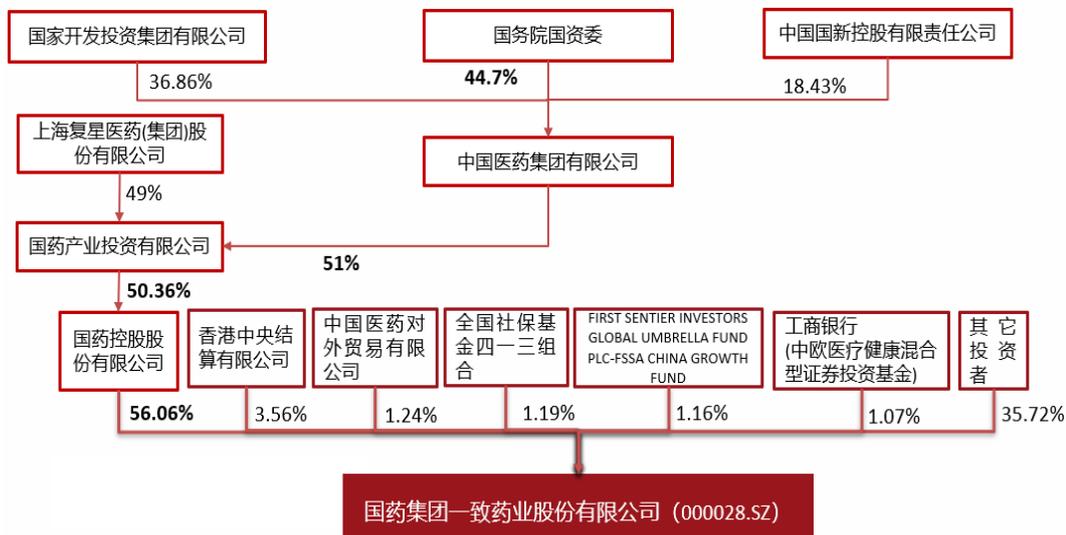
数据来源：公司官网，公司年报，西南证券整理

## 1.2 股权结构：股权结构集中且稳定

国药控股股份控股，股权集中且稳定。2000年12月，公司经深圳市政府进行资产重组后置换上市，2004年12月，国药控股有限公司入主深圳一致药业股份有限公司，成为一致药业第一大股东，截至2023Q1，国药控股共持有国药一致56.1%的股份。中国医药集团控股通过经营投资平台国药产业投资有限公司，持有国药控股50.4%的股份，实际控制人为国务院国资委。国药一致旗下共拥有158家控股、参股子公司。截至2023Q1，公司股权结构如下图所示：

为解决“国药系”同业竞争与关联交易问题，聚焦商业主业，国药一致于2015年10月开始资产重组。国药集团是中国最大的医药企业集团，旗下拥有国药控股（1099.HK）、国药股份（600511.SH）、国药一致（000028.SZ）、天坛生物（600161.SH）、现代制药（600420.SH）、中国中药（0570.HK）、太极集团（600129.SH）7家上市公司。在2015年重组之前，国药一致与大股东国药集团及其下属子公司之间存在着药品采购、药品销售、借款担保、房屋租赁等众多的关联交易事项。为了规范上述关联交易，力图形成主业突出、板块清晰的全产业链格局，公司进行资产重组。重组方案包括：1）剥离工业：国药一致以一致君制药51%股权、致君医贸51%股权、坪山制药51%股权和坪山基地整体经营性资产认购现代制药新发行的股份；2）聚焦商业：国药一致向国药控股非公开发行股票购买国大药房100%股权、佛山南海100%股权、广东新特药100%股权，向国药外贸非公开发行股票购买南方医贸51%股权及向11名自然人少数股东支付现金购买南方医贸49%股权；3）募集配套资金用于支付股权现金对价。

图 2：国药一致股权结构图（截至 2023Q1）



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**表 1：国药一致高管团队**

姓名	职务	任职时间	简介
林敏	董事长	2022年04月	高级工商管理硕士，制药工程师，执业药师。先后就职于广东医药学院、广东环球制药有限公司营销部长、总经理助理、广东药学院制药厂副厂长、中国医药（集团）广州药品部经理助理、副经理、药品公司采购副经理、国药控股柳州有限公司总经理；2008年加入国药集团一致药业股份有限公司任公司副总经理，2022年04月起任国药集团一致药业股份有限公司董事长。
林兆雄	总经理	2016年03月	高级工商管理硕士，主管药师。先后就职于广州市医药工业研究所、杭州默沙东制药有限公司、广东华健医药公司、中国医药（集团）广州公司药品部副经理、经理、药品公司经理、经营管理部总监、国药控股广州有限公司副总经理、总经理；2008年进入国药集团一致药业股份有限公司任公司副总经理。2016年3月9日起任国药集团一致药业股份有限公司总经理。
林心养	副总经理	2005年1月	工商管理硕士，执业药师。先后就职南方医药公司副经理、中国医药（集团）广州公司粤兴公司副经理、国药控股广州公司采购部总监、国药控股广州有限公司副总经理；2005年1月起任国药集团一致药业股份有限公司副总经理至今。
陈常兵	副总经理、董事会秘书	2017年4月	硕士，自2000年12月起至今任国药集团一致药业股份有限公司董事会秘书，其后兼任公司规划投资管理部总监、总经理助理，2017年4月起任国药集团一致药业股份有限公司副总经理，负责战略规划、投资并购、资本运作、国际合作、三会事务等工作。
谷国林	财务总监	2020年5月	本科学历，注册会计师，高级会计师。于2011年5月加入国药控股股份有限公司，先后任财务管理部高级经理、宁夏有限公司财务总监、国药四川医药集团有限公司财务总监兼国药控股四川医药股份有限公司财务总监。2020年5月起至今任国药集团一致药业股份有限公司财务总监。

数据来源：公司年报，西南证券整理

### 1.3 业绩表现：业绩持续稳定增长，资金指标表现优秀

**规模稳健扩张，23Q1 疫后复苏明显。**公司 2022 年实现营收为 734.4 亿元，同比增长 7.4%；归母净利润为 14.9 亿元，同比增长 11.2%；扣非归母净利润为 14.3 亿元，同比增长 10.8%。近五年公司规模稳健增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 12.2%，2017-2022 年扣非归母净利润 CAGR 为 6.6%。2021 年公司盈利空间缩小，归母净利润同比下降 4.7%，主要系下属子公司上海鼎群企业管理咨询有限公司（暨国药控股天和吉林医药有限公司）计提商誉及无形资产（品牌使用权及销售网络）的减值准备；以及新冠疫情、药品集采等多重影响。2023Q1 公司优化业态结构、提升管控效能，利润增长迅速，23Q1 实现营业收入 186.9 亿元，同比增长 9%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 43.5%；扣非归母净利润 3.5 亿元，同比增长 45.2%。

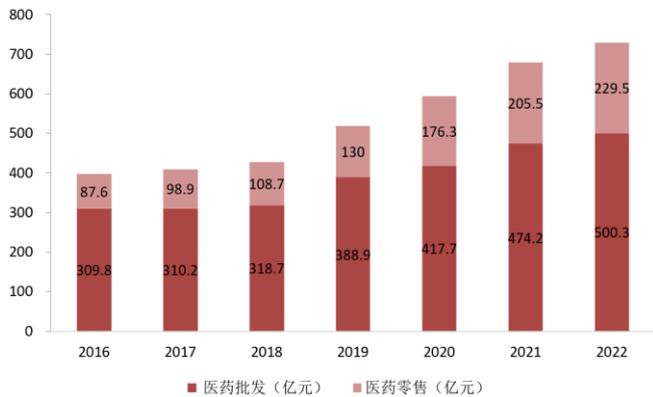
**图 3：2017-2023Q1 营业收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

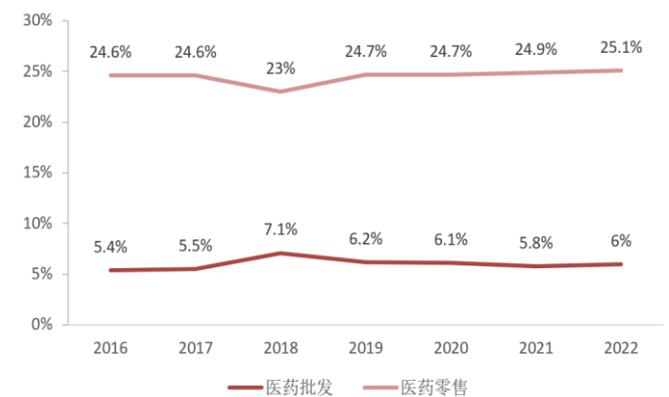
**图 4：2017-2023Q1 扣非归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

分板块看，公司批发业务收入占比高，零售业务持续双位数高增。1) 批发业务：2022 年公司批发板块营收为 500.3 亿元 (+5.5%)，占总营收的 68.1%。2017-2022 年批发业务收入 CAGR 为 8.3%。2022 年批发板块毛利率为 6%，同比上升 0.2pp。2) 零售业务：2016 年国大药房整体注入，主营业务从原“批发+工业”模式转型为“批发+零售”。2022 年公司零售板块营收为 229.5 亿元 (+11.7%)，占总营收的 31.3%。2017-2022 年零售业务收入 CAGR 为 17.4%，零售业务持续双位数高增。2022 年零售板块的毛利率为 25.1%，同比上升 0.2pp。

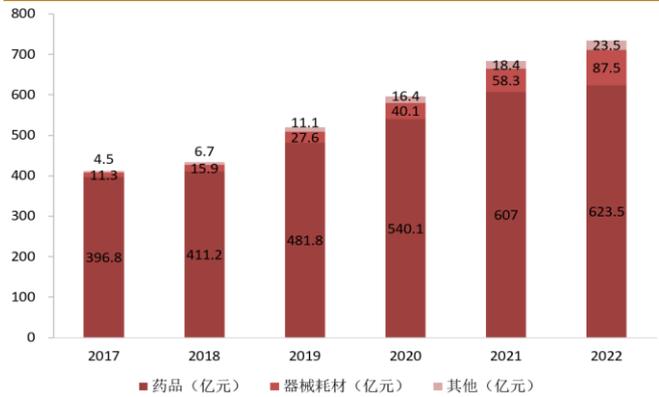
**图 5：2016-2022 年各板块营业收入情况**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

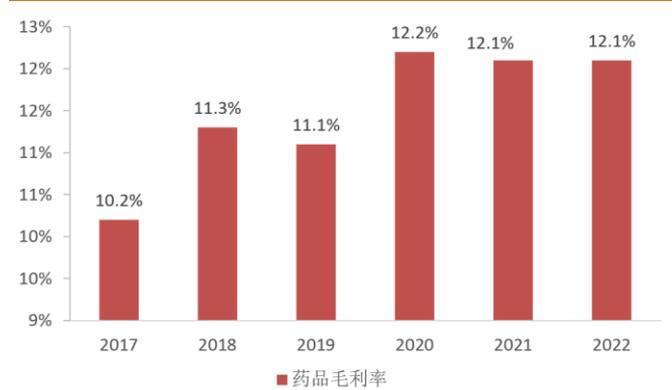
**图 6：2016-2022 年各板块毛利率情况**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

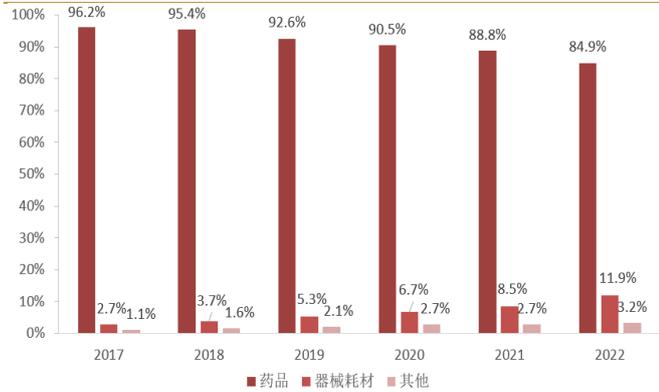
分产品看，药品类收入稳居高位，器械类增速亮眼。2022 年药品类实现收入 623.5 亿元，同比增长 2.7%，2018-2022 年药品收入 CAGR 为 9.5%，药品毛利率从 2017 年的 10.2% 提升至 2022 年的 12.1%；医疗器械类实现收入 87.5 亿元，同比增长 50.1%，2018-2022 年医疗器械类收入 CAGR 为 50.6%，公司 2022 年进口业务进展明显，其中大湾区药械通品种实现突破，支撑医疗器械收入持续高速增长，器械收入占比由 2017 年的 2.7% 提升至 2022 年的 11.9%。

**图 7：2017-2022 年各产品营业收入情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8：2017-2022 年药品毛利率情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

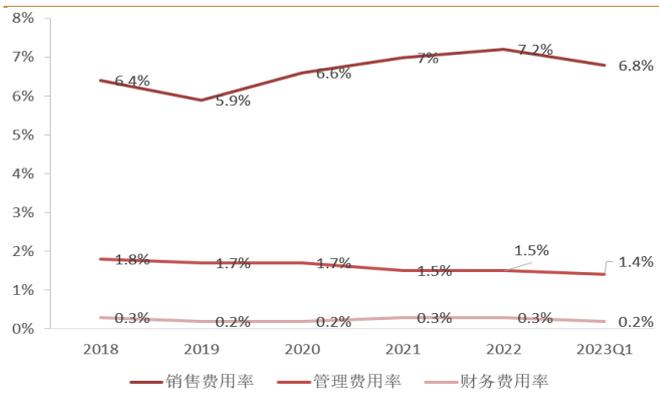
**图 9：2017-2022 年各产品收入占比情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

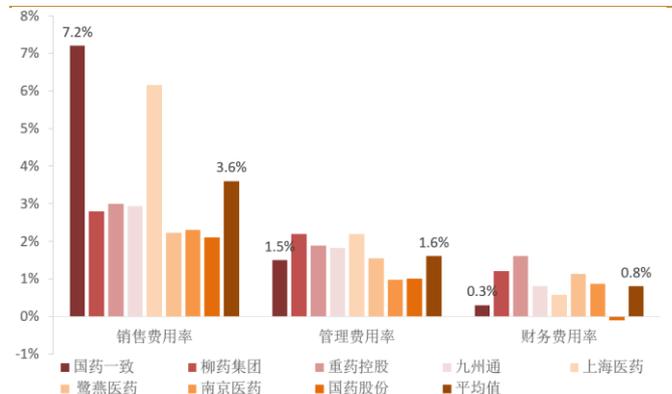
**图 10：2017-2022 年各产品收入增速情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

期间费用率平稳波动，财务费率长期远低于同业水平。整体来看，2018-2022 年销售费率小范围波动，2022 年销售费率为 7.2%，远高于 2022 年行业平均水平 3.6%，主要因销售费用中的职工薪酬（22 年费用率为 3.6%）、使用权资产折旧费（22 年费用率为 1.4%）支出过高，具有较大的优化空间；2018-2022 年管理费用率缓慢下降，2022 年管理费用为 1.5%，略低于同业平均水平；财务费用率稳定维持在 0.2%-0.3% 区间，远低于同业平均水平 0.8%，因国控系在资金成本方面具备明显优势。

**图 11：2018-2023Q1 公司期间费用率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

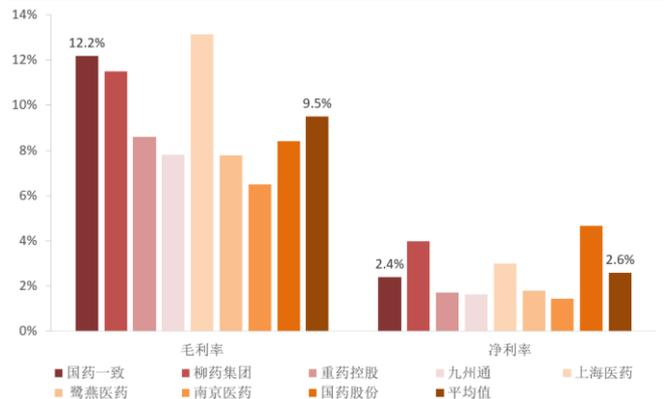
**图 12：2022 年医药流通同业费用率对比**


数据来源: Wind, 西南证券整理

毛利率及净利率平稳波动，净利率有望持续改善。2022 年公司毛利率为 12.2%，同比上涨 0.5pp；净利率为 2.4%，同比上升 0.2pp。2021 年公司净利率出现拐点，同比下滑 0.7pp，系吉林天和受到新冠疫情、吉林省执行新标、4+7 集采等因素影响，利润大幅下降，计提商誉与无形资产减值共 2.4 亿元。2022 年高毛利零售板块的持续释能，新店持续步入盈利周期，品类结构调整增厚利润空间。

**图 13：2012-2023Q1 公司净利率及毛利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

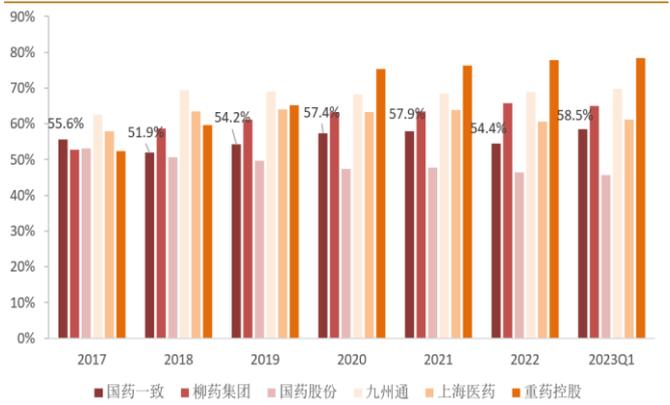
**图 14：2022 年医药流通同业利润率对比**


数据来源：Wind，西南证券整理

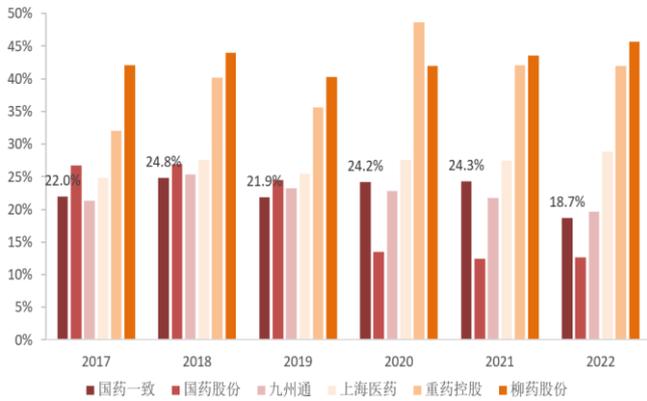
现金流管理能力处于同业较高水平。2018-2022 年公司经营活动产生的现金流量均处于健康水平，截止 2023Q1 资产负债率为 58.5%，低于行业平均资产负债率；截止 2023Q1 应收账款/营业收入比率为 18.7%，且应收应付剪刀差天数为 25.8 天，虽然受两票制、零加成、疫情等因素影响，2018 年以来医药流通行业整体应收账款账期延长，但公司的应收账款占比相对较低且回款速度优于同行。主要原因有：1) 国药系为医药流通行业龙头企业且有国企背景，融资实施占据优势，同时母公司国药控股提供资源支持，资金缺口相对较小。2) 国药一致分销业务分布于两广地区，并以广东省为主，广东省经济发展水平较强，公立医院现金流状况相对健康，公司回款账期相对较短。

**图 15：2018-2023Q1 经营活动产生的现金流量**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 16：2017-2023Q1 资产负债率同业对比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 17：2017-2022 年应收账款/营业收入比率同业比较**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**图 18：2018-2023Q1 应收应付剪刀差天数同业对比（天）**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

## 2 批发业务：两广业务稳定增长，降本增收构筑竞争壁垒

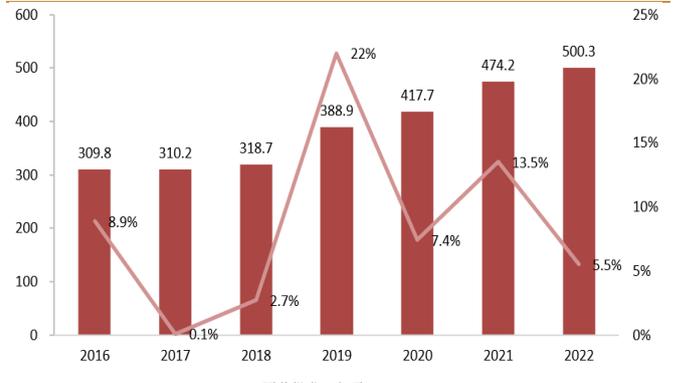
### 2.1 行业格局趋于稳定，两广批发网络持续布局

全国药品流通市场规模稳步增长。受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，大中型批发企业正加速兼并淘汰小型企业，中长期内行业集中度提升趋势不变。根据商务部报告，2021 年中国医药批发行业 Top100 市场份额占市场总规模的 74.5%，同比提升 0.8pp。“十四五规划”提出到 2025 年我国培育形成 1-3 家超五亿元、5-10 家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100 家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98% 以上。

依托国药控股全国分销网络，立足中国南区，深度渗透两广区域市场，在 27 个地级以上城市的医院直销市场竞争排名前三甲。截至 2022 年末，国药一致分销业务覆盖两广二三级医疗机构 1092 家、基层医疗客户 8026 家。在两广区域，公司药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场保持行业领先。公司批发业务的增速趋于稳定，2022 年批发业务营业收入实现 500.3 亿元，同比增长 5.5%，2017-2022 年批发业务营业收入的 CAGR 为 8.3%。

**图 19：2010-2021 年中国医药流通行业市场规模**


数据来源：Wind，商务部，西南证券整理

**图 20：2016-2022 年国药一致批发业务营业收入**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**分销业务持续推进“一体两翼、批零一体”战略规划。**1) 一体两翼：对于传统业务，分销在中国南区实施“优化结构，网络下沉”经营模式，聚焦医院直销市场做大做强做优，保持市场份额的绝对领先优势。巩固和提升面向上下游客户的服务能力和创新服务输出，进一步拓展基层医疗、民营医院等广阔潜力市场。同时打造器械、医美、医养康养、中药饮片、进口等特色业务，不断提升产品供应保障和基层网络覆盖能力，提升市场占有率。2) 批零一体：零售诊疗业务以经营新特药、慢病用药为特色，发挥批零一体化优势，构建专业的患者服务体系，打造老百姓信赖的处方药专业零售品牌。

行业趋于稳定的大背景下，公司批发业务的增速趋于稳定，2022 年批发业务营业收入实现 500.3 亿元，同比增长 5.5%，2017-2022 年批发业务营业收入的 CAGR 为 8.3%。公司批发业务自 2008 年起，先后设立国药控股佛山、东莞、湛江、惠州、桂林、玉林、北海、百色、梧州分公司，收购国药控股南宁、梅州市新特医药、一心药业北海与百色公司、江门市仁仁药业等批发企业，快速布局两广分销网络，依托多年销售网络的建设，在两广地区 27 个地市级以上城市实现医院直销市场排名前三。

**图 21：国药一致两广区域分销网络布局（截至 2022 年末）**



数据来源：公司官网、西南证券整理

## 2.2 物流供应链升级助力降本，“品类开拓+创新项目”发力增收

公司以传统分销业务为基础，在两广地区沉淀深耕，采取措施提质增效。打造现代物流体系：公司基于已有网络，实施“优化结构，网络下沉”的经营策略，聚焦分销业务进一步做强做优，保持两广地区市场份额的领先优势。同时依托于国大药房与国药控股提供的全国物流渠道，打造两广阶梯式物流配送网络、接入国控系全国物流平台、凭借 GSP 仓储服务能力和丰富的服务经验，构建稳定覆盖全国、深度渗透两广的高效物流体系。

图 22：国药一致两广地区物流网络



数据来源：Wind，公司官网，西南证券整理

**科技赋能内部运营，降低上下游交易费用。**公司管理型总部向运营管控型总部转型，厘清职能职责提升整体运营效率，通过梳理关键业务流程中的管控点，降低成本控制风险：

1) 通过打造智慧型供应链，整合分销和物流业务成本环节。应用信息化手段赋能物流体系实现医疗物资流通全程可追溯管理，行业内公司首创“AIOCR”自动识别系统，包括“药械自动识别和数据采集系统”及“器械耗材UDI识别项目”，使得AI视觉、条码识别、OCR技术在医药流通场景中得到更好地实现与融合，在高准确识别的基础上大幅提升工作效率，机械臂、五面扫码仪器等设备提高标准操作智能化，同时实现物资流转全流程现代化，通过WMS仓储管理系统、TMS智能调度系统、物流可视化系统、AGV货到人系统等信息系统监控全流程节点与关键指标，持续提升物流服务效率和质量。

2) 延伸供应链管理，构建上下游一体化管理。通过搭建发票管理系统、采购退税流程优化、多仓运营库存管理等手段，将供应商与客户融入供应链系统，降低信息差与交易费用。优化B2B平台功能、提高客户上线率、优化订单系统、客户呼叫系统等措施，不断提升人效；通过数字化赋能零售直销业务实现覆盖终端药店，推进线上+线下模式高效贯通，国大药房上线国药专配，同时建立“云药房”、“稀缺药、紧急药”登记平台、“E药达”等服务模式，推进线上服务模式提升，数字化驱动提升平台运作效能。

图 23：仓库物资流转自动化



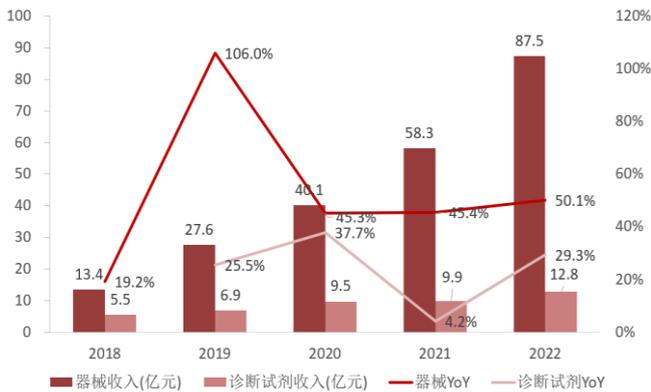
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 24：物流仓库指标数字化监控

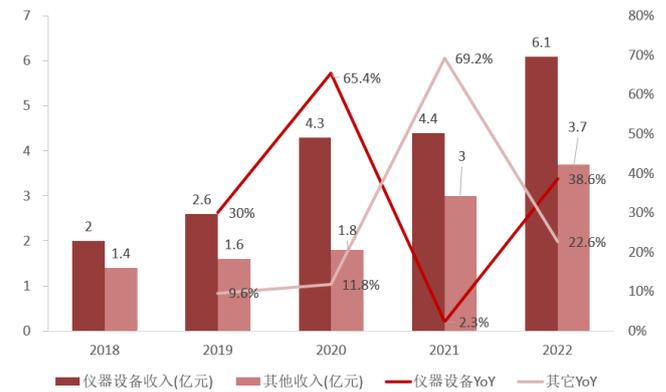


数据来源：公司官网，西南证券整理

**高毛利品类开拓:** 公司专注客户合作深度和广度的持续提升, 一体化优势不断显现: 1) 进口业务: 大湾区药械通品种突破, 卫材重点品种达卫眠成为我司首个获批的“粤港澳”药械通品; 承接澳门张权破痛油全国进口及总代业务; 默沙东“莫诺拉韦”全国首发, 广州子公司完成全国首单配送。2) 品种结构调整, 大力推动器械、诊断试剂、仪器设备、医美、医养康养、中药饮片、进口等特色品种占比的提高, 提高整体毛利率和净利率。

**图 25: 2018-2022 年器械、诊断试剂品种营业收入**


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

**图 26: 2018-2022 仪器设备、其它品种营业收入**


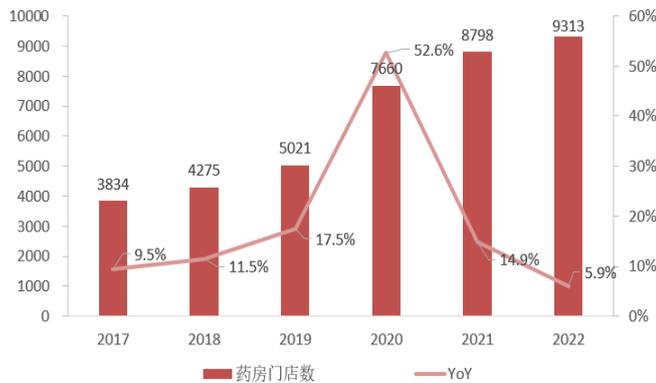
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

**创新服务项目开拓:** 以客户为中心提供一站式整体解决方案和多元化增值服务。1) 通过医院器械 SPD 项目、区域配送、供应链项目、区域化医疗服务（检验、消毒）推动医疗服务创新模式落地。2) 开展第三方物流业务, 作为中国南区领先的药品分销及供应链服务提供商、广东省首家取得第三方物流资质的医药企业以及广东省首家承接疾控疫苗仓配一体项目的服务商, 承接药械厂家、药械商业、疾控中心、疫苗厂家等第三方客户的仓储、配送及其他增值服务, 以及对第三方保税物流至全国仓配物流服务等一体化业务提供专业的第三方物流解决方案。物流中心在两广拥有 19 万余平方米仓储面积、260 余台自营运输车辆。服务的客户类型包括分销板块的上下游客户, 第三方物流客户包括创新药企、疾控客户、药械厂家及商业公司、疫苗厂家等, 配送范围为全国。

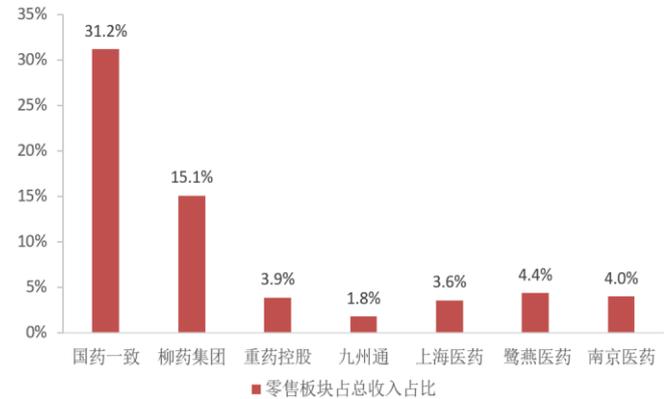
## 3 零售业务: “内生+外延” 加快药店布局, 新零售业态开辟新增收渠道

### 3.1 药店全国稳步扩张, 医保资质药房占比逐步提升

公司积极开拓零售业务, 以国大药房为依托全国布局, 实现零售业务的快速增长。药占比、双通道、零售药店纳入门诊统筹等政策确立了医药分业、处方外流的行业大趋势, 医药终端将从医院端逐渐流向院外零售。为了承接外流处方, 发挥批零一体化优势, 各医药流通企业均调整业务结构, 着手布局高毛零售业务, 通过“内生+外延”双轮驱动, 高速扩张门店。国药一致下属的国大药房门店数增长迅速, 从 2017 年的 3834 家门店增长至 2022 年的 9313 家门店, 2018-2022 年门店数量 CAGR 为 19.4%, 截至 2022 年零售收入占比 31.2%, 零售业务发展迅速, 收入占比高于同行, 未来在承接处方外流、应对院内流通收入下滑中占据优势。

**图 27：2017-2022 年国药一致药房门店数（家）**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**图 28：2022 年零售板块占总收入占比同业对比**


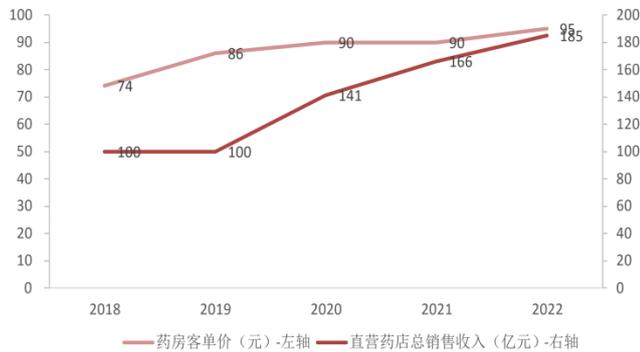
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**国药一致零售药房布局全国。**截至 2022 年末，公司共有直营门店 7730 家，2022 年新增门店 697 家，关闭门店 224 家，净增门店 473 家。直营销售总收入 185.3 亿元，同比增长 11.4%，单店平均销售额 239.8 万元，同比增长 4.5%，零售门店数量与单个门店收入保持稳定增长；公司共有加盟店 1583 家，2022 年加盟店净增长 42 家，加盟配送总收入 13.7 亿元，同比增长 2.8%，单店平均配送费 86.7 万元，同比增长 0.1%，加盟店数量与单店收入的增长速度趋于平缓。随着直营门店数量的扩张及已有药店的内生增长，国药一致直营药房的销售额从 2018 年的 100.2 亿增长至 2022 年的 185.3 亿，2019-2022 年门店销售收入的 CAGR 为 16.6%，客单价从 2018 年的 74 元增长至 2022 年的 95 元。

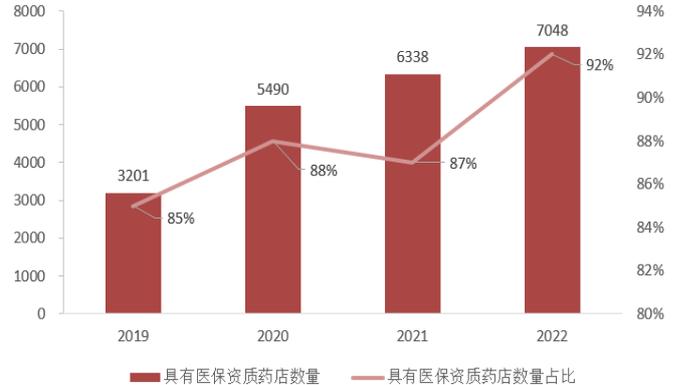
**表 2：国药一致零售药店各区域数量与收入情况**

区域	直营店数量 (家)	2022 年新增直营店 (家)	2022 年关闭门店数 (家)	2022 年直营销售收入 (亿元)	收入同比	加盟店数量 (家)	2022 年加盟店净增数量 (家)	2022 年加盟配送收入 (亿元)	收入同比
北部	4980	484	131	114.5	10.7%	714	45	6.4	3.1%
华东	1144	98	40	29.2	11.9%	562	-41	6	3.2%
华南	565	31	21	16.5	5%	155	38	0.8	1.5%
华中	323	25	14	6	5.3%	143	-4	0.6	-3.9%
西北	372	33	7	13.3	26.1%	9	4	0.02	92.6%
西南	346	26	11	5.7	18.2%	0	0	0	-
合计	7730	697	224	185.3	11.4%	1583	42	13.7	2.8%

数据来源：公司年报，西南证券整理

**图 29：2018-2022 年直营零售药房销售收入及客单价情况**


数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

**图 30：2019-2022 年具有医保资质零售药房数量（家）及占比情况**


数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

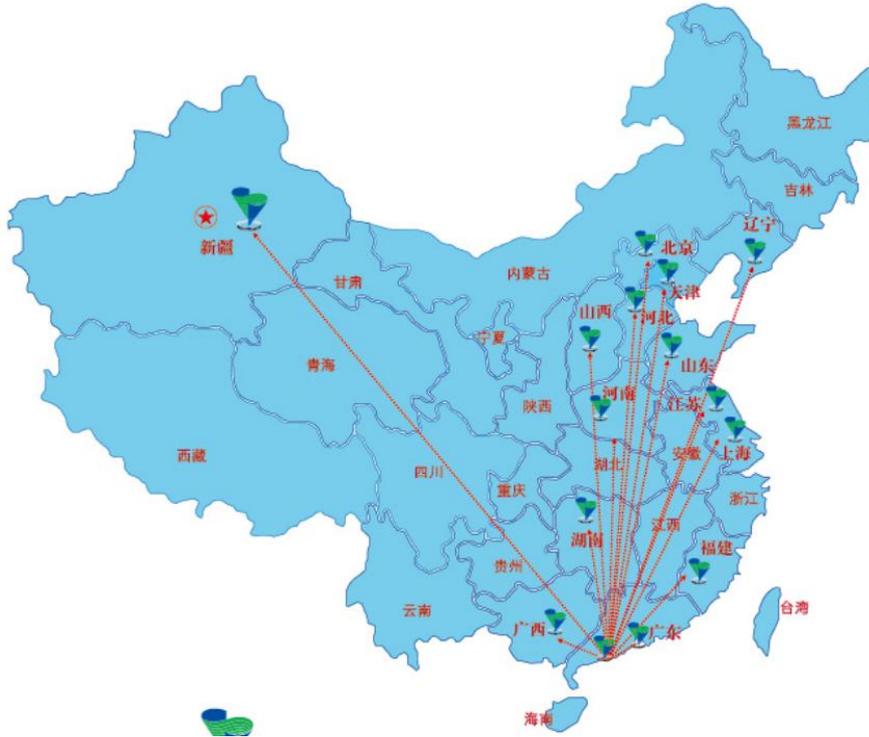
具有医保资格的零售药房数量收入双增长，截至 2022 年末，取得各类医疗保险定点零售药店资格的药店达 7084 家，占公司直营店总数的 92%，同比提高 5pp，直营医保店含税销售 191.8 亿元，同比上升 15%，单店销售额达 270.8 万元；2022 年双通道药店达 309 家，净增 207 家，累计销售为 41 亿元。

承接处方与慢病管理方面，截至 2022 年末，零售药房处方药占比 53.2%，处方药含税收入达 98.8 亿元（含 DTP），同比增长 10%，处方药收入保持稳步增长；慢病管理服务能力进一步提升，截至 2022 年末，国大药房培养糖尿病专员 3193 名和高血压专员 3198 名，持续优化慢病诊疗和会员管理新模式，累计糖尿病建档会员 149 万，高血压建档会员 160 万。因受国家带量采购影响，药店内糖尿病和高血压品类增长分别为 3.8% 和 2.9%。

### 3.2 国药体系赋能国大药房，新零售策略打造现代零售

依托于母公司国药控股全国物流体系，2022 年国大药房全国共拥有 36 个物流中心/配送中心，分布在 20 个省（其中委托物流 9 个，自有物流 27 个），国大药房全国自有仓库总面积 19 万平米，其中冷库面积 1609 平米，冷库体积 4177 立方米，用于常温、阴凉、冷藏商品的存储及流转，保障了全部客户商品配送。全国自有物流车辆 169 台，其中冷藏车 24 台。全国物流在岗人数 1281 人，全国年吞吐件数 2240 万件，全国直营房与加盟店供货稳定。

图 31：国药一致全国物流网络（依托于国药控股）



数据来源：公司官网，公告年报，西南证券整理

### 公司多维度发展新零售，开辟新兴业务路径。

1) 打造处方流转对接系统，联动云医院、省互联网医院等平台，探索处方承接。2022 年公司新搭建互联网医院平台（嘉隆互联网医院），上线门店超 6000 家，实现患者问诊、购药及多渠道支付服务。

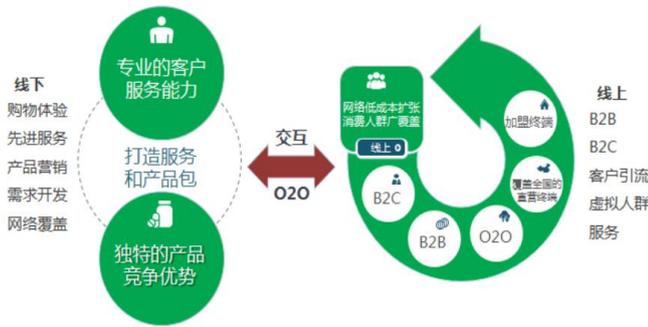
2) 国大药房初步打通“医+药+险”的闭环业务模式，提升患者从问诊到购药及多渠道支付，打造智慧新零售模式，互联网处方流转、国药专配、国药驿站、智慧药房等新模式多点开花，并积极推进医保“双通道”项目。截至目前两广取得 30 个地市 56 家“双通道”定点资质，开拓“双通道”品种 1008 个。

3) 零售药房引入健康检测一体机、问药机器人等智能设备，打造智慧型专业药房。承接处方外流，探索新模式。

4) 零售拓展多渠道电商业务，2022 年电商无税销售 13.1 亿元，同比提升 50%；其中第三方 O2O 无税销售 9.8 亿元，同比提升 71%；自营平台 O2O 无税销售额 0.6 亿元，同比提升 45%；B2C 无税销售 2.7 亿元，同比提升 10%。

5) 打造国控系 SPS+ 专业药房，为消费者提供以用药管理为基础的多元化新零售服务，截至 2022 年末 SPS+ 专业药房达 135 家。

图 32：国大药房零售业务创新模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：国大药店线下自动诊疗服务终端



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

基于持续带量采购、处方外流等环境背景，公司批发业务持续深耕两广、零售板块业务继续扩大规模、通过创新业务与品种调整提高毛利率的发展方向下，我们做出如下假设：

1) 考虑到公司长期处于两广地区医药批发龙头，渗透率稳步提升，预期 2023-2025 年批发综合业务量增速为 8%/8%/8%，平均价格稳定波动。考虑到药品和器械集采的持续推进，预期 2023-2025 年批发业务毛利率分别为 5.5%/5%/5%；

2) 考虑到公司全国零售业务处于高速发展，未来 3 年有望通过“并购+自建+加盟”的方式提速扩张，预期 2023-2025 年零售综合业务量增速为 20%/30%/20%，平均价格稳定波动。考虑到公司持续调整品类结构，加大高毛利品种占比，预期 2023-2025 年零售业务毛利率分别为 26%/27%/27.5%；

3) 预计 2023-2025 年其它业务的收入增速为 20%/20%/20%，毛利率稳定在 40%。

表 3：公司各项业务盈利预测（单位：亿元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
合计				
营业收入	734.4	821.3	948.2	1067.8
yoy	7.4%	11.8%	15.5%	12.6%
营业成本	645.2	717.8	819.7	915.0
毛利率	12.2%	12.6%	13.6%	14.3%
批发业务				
批发总收入	500.3	540.4	583.6	630.3
yoy	5.5%	8.0%	8.0%	8.0%
批发总成本	470.5	510.6	554.4	598.8

	2022A	2023E	2024E	2025E
批发毛利率	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
<b>零售业务</b>				
零售总收入	229.5	275.4	358.1	429.7
yoy	11.7%	20.0%	30.0%	20.0%
成本	172.0	203.8	261.4	311.5
毛利率	25.1%	26.0%	27.0%	27.5%
<b>其他业务</b>				
收入	4.6	5.5	6.6	7.9
yoy	15.6%	20%	20%	20%
成本	2.7	3.3	3.9	4.7
毛利率	41.0%	40%	40%	40%

数据来源：公司公告，西南证券

## 4.2 相对估值

我们采取相对估值的方法，选取 7 家同行业公司上海医药、九州通、国药股份、柳药集团、益丰药房、大参林、老百姓进行对比分析，2024 年同行业公司平均 PE 为 13 倍。我们预计公司 2023-2025 年实现收入 821.3/948.2/1067.8 亿元，对应增速分别为 11.8%/15.5%/12.6%。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 17.5/20.8/24.2 亿元，对应增速分别为 18%/18.7%/16.3%。考虑到公司国药系资源赋能，整体经营质量提升，未来盈利能力提升可期。我们参考同业平均 PE 13 倍，给予公司 2024 年 13 倍估值，对应目标价 48.62 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：同业可比公司估值表（截至 2023 年 8 月 26 日）

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601607	上海医药	18.61	1.52	1.71	1.90	2.14	12	12	10	9
600998	九州通	9.23	1.11	0.93	1.09	1.29	12	11	9	8
600511	国药股份	31.17	2.6	3.00	3.39	3.88	11	11	10	9
603368	柳药集团	19.56	1.94	2.32	2.78	3.33	10	9	8	6
603939	益丰药房	37.10	1.75	1.50	1.86	2.30	36	26	21	17
603233	大参林	26.38	1.09	1.17	1.48	1.83	36	25	20	16
603883	老百姓	25.61	1.34	1.64	2.00	2.42	30	18	14	12
行业均值							21	16	13	11

数据来源：wind，西南证券整理

## 5 风险提示

集采降价风险；门店扩张不及预期风险；行业竞争加剧风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	73443.14	82127.69	94823.14	106784.62	净利润	1771.74	2081.00	2443.11	2865.71
营业成本	64516.93	71779.60	81974.52	91501.59	折旧与摊销	424.64	240.58	244.18	247.78
营业税金及附加	192.30	213.53	246.54	277.64	财务费用	189.51	164.26	189.65	266.96
销售费用	5272.81	5913.19	7396.20	8969.91	资产减值损失	-71.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	1129.08	1248.34	1725.78	1922.12	经营营运资本变动	313.68	-877.68	-1373.98	-1295.70
财务费用	189.51	164.26	189.65	266.96	其他	-67.55	100.90	144.43	144.24
资产减值损失	-71.59	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2560.43</b>	<b>1709.06</b>	<b>1647.38</b>	<b>2228.99</b>
投资收益	139.13	-105.10	-112.52	-117.86	资本支出	-14.55	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	28.87	0.00	0.00	0.00	其他	-328.27	-205.10	-212.52	-217.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-342.82</b>	<b>-285.10</b>	<b>-292.52</b>	<b>-297.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>2306.07</b>	<b>2703.66</b>	<b>3177.93</b>	<b>3728.53</b>	短期借款	-669.95	1854.97	155.10	-351.59
其他非经营损益	5.00	10.81	8.88	9.52	长期借款	-54.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2311.07</b>	<b>2714.48</b>	<b>3186.81</b>	<b>3738.06</b>	股权融资	-14.92	0.00	0.00	0.00
所得税	539.33	633.48	743.70	872.35	支付股利	-256.88	-297.34	-350.77	-416.43
净利润	1771.74	2081.00	2443.11	2865.71	其他	-511.88	-785.16	110.35	33.04
少数股东损益	285.03	327.14	360.97	444.98	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1507.76</b>	<b>772.47</b>	<b>-85.32</b>	<b>-734.98</b>
归属母公司股东净利润	1486.71	1753.87	2082.14	2420.73	<b>现金流量净额</b>	<b>708.66</b>	<b>2196.42</b>	<b>1269.54</b>	<b>1196.15</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6016.35	8212.77	9482.31	10678.46	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	16342.51	19107.77	22071.17	24861.36	销售收入增长率	7.44%	11.82%	15.46%	12.61%
存货	7835.97	8721.96	9962.46	11121.71	营业利润增长率	18.11%	17.24%	17.54%	17.33%
其他流动资产	1513.42	199.23	230.03	259.05	净利润增长率	15.98%	17.46%	17.40%	17.30%
长期股权投资	2578.97	2578.97	2578.97	2578.97	EBITDA 增长率	14.03%	6.45%	16.19%	17.49%
投资性房地产	109.21	109.21	109.21	109.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	885.28	879.35	869.82	856.69	毛利率	12.15%	12.60%	13.55%	14.31%
无形资产和开发支出	3397.43	3300.03	3202.64	3105.25	三费率	8.97%	8.92%	9.82%	10.45%
其他非流动资产	3936.62	3979.37	4022.11	4064.86	净利率	2.41%	2.53%	2.58%	2.68%
<b>资产总计</b>	<b>42615.76</b>	<b>47088.67</b>	<b>52528.73</b>	<b>57635.56</b>	ROE	9.11%	9.81%	10.48%	11.12%
短期借款	1260.52	3115.48	3270.59	2919.00	ROA	4.16%	4.42%	4.65%	4.97%
应付和预收款项	16135.53	17917.33	20470.23	22861.89	ROIC	11.40%	12.50%	13.33%	14.25%
长期借款	17.50	17.50	17.50	17.50	EBITDA/销售收入	3.98%	3.78%	3.81%	3.97%
其他负债	5757.51	4817.90	5457.63	6075.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>23171.05</b>	<b>25868.21</b>	<b>29215.94</b>	<b>31873.49</b>	总资产周转率	1.72	1.83	1.90	1.94
股本	428.13	556.57	556.57	556.57	固定资产周转率	85.46	96.95	112.96	128.95
资本公积	4356.88	4356.88	4356.88	4356.88	应收账款周转率	4.89	5.41	5.36	5.30
留存收益	11332.97	12789.49	14520.86	16525.16	存货周转率	8.33	8.65	8.76	8.67
归属母公司股东权益	16125.89	17574.50	19305.87	21310.17	销售商品提供劳务收到现金营业收入	110.19%	—	—	—
少数股东权益	3318.82	3645.95	4006.92	4451.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>19444.71</b>	<b>21220.46</b>	<b>23312.79</b>	<b>25762.07</b>	资产负债率	54.37%	54.94%	55.62%	55.30%
负债和股东权益合计	42615.76	47088.67	52528.73	57635.56	带息债务/总负债	5.52%	12.11%	11.25%	9.21%
					流动比率	1.51	1.55	1.58	1.63
					速动比率	1.14	1.17	1.20	1.24
					股利支付率	17.28%	16.95%	16.85%	17.20%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2920.22	3108.50	3611.75	4243.27	每股收益	2.67	3.15	3.74	4.35
PE	12.93	10.96	9.23	7.94	每股净资产	28.97	31.58	34.69	38.29
PB	1.19	1.09	1.00	0.90	每股经营现金	4.60	3.07	2.96	4.00
PS	0.26	0.23	0.20	0.18	每股股利	0.46	0.53	0.63	0.75
EV/EBITDA	2.49	1.90	1.30	0.72					
股息率	1.34%	1.55%	1.82%	2.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn

---